

HOROS

ASSET  
MANAGE-  
MENT

CARTA TRIMESTRAL  
A LOS PARTÍCIPES

ABRIL 2023

## ABRIL 2023

Estimado co-inversor,

Año nuevo, ¿turbulencia nueva? Terminamos un primer trimestre de subidas generalizadas para los mercados, pero ensombrecido por una crisis bancaria que no se vivía desde 2008. En este contexto volátil, nuestro fondo Horos Value Internacional ganó un 6,0% en estos primeros tres meses del año, frente a una subida del 5,4% de su índice de referencia. Por su parte, Horos Value Iberia se anotó un 6,1% en el periodo, frente al 10,8% de su índice comparable.

Aprovecho, como es costumbre, para actualizar nuestras rentabilidades de más largo plazo. Por un lado, desde el inicio de Horos (21 de mayo de 2018), Horos Value Internacional consigue una rentabilidad del 34,0%, inferior al 47,1% de su índice de referencia; mientras que Horos Value Iberia obtiene una rentabilidad del 10,9%, inferior al 13,4% de su índice comparable. Por otro lado, desde 2012, las rentabilidades de este equipo gestor alcanzan el 228% en la estrategia internacional y el 177% en la estrategia ibérica, en comparación con un 203% y un 90% de sus índices, respectivamente.<sup>1</sup>

Pese a estos ascensos en lo que llevamos de año, un convulso marzo nos dejó las abruptas caídas de varias entidades bancarias americanas, como el **Silicon Valley Bank**, o la más sonada de **Credit Suisse** en el continente europeo. ¿Es la subida de tipos de interés de los bancos centrales la causante de esta crisis bancaria? ¿Son tan diferentes los casos de la banca regional americana de lo sucedido con **Credit Suisse**? ¿Hay otros problemas estructurales de fondo que explican estas crisis recurrentes del sector? A intentar responder estas preguntas y a explicar nuestra aproximación al sector financiero, dedicaremos el grueso de esta primera carta trimestral de 2023.

Como siempre, aprovecho para agradecerle su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—|

Javier Ruiz, CFA  
Director de Inversiones

---

<sup>1</sup> El dato incluye los resultados obtenidos por el equipo gestor en su anterior etapa profesional en otra gestora de fondos de inversión (desde el 31 mayo de 2012 para la estrategia internacional y el 30 de septiembre para la estrategia ibérica, hasta el 22 de mayo de 2018 en ambos casos, momento en el que se incorporan a Horos AM).

Rentabilidades pasadas, no son garantía de rentabilidades futuras.

## Resumen ejecutivo

*La lista de errores financieros es ilimitada, repitiéndose continuamente los errores del pasado.*

— Santiago López Díaz

Este primer trimestre de 2023 constata lo que siempre hemos defendido desde Horos: el negocio bancario es frágil e insostenible y solo la existencia de unos privilegios exclusivos para este sector (como la existencia de bancos centrales y de fondos de garantía de depósitos) permiten que el sistema se mantenga a flote. Ante la apariencia, en parte cierta, de que la subida acelerada de tipos de interés por parte de los bancos centrales está detrás de la crisis bancaria que hemos vivido estas semanas, con las caídas del **Silicon Valley Bank**, del **Signature Bank** o de **Credit Suisse**, nosotros somos de la opinión de que el modelo bancario adolece de una serie de problemas estructurales (como son el descalce de plazos, el gran apalancamiento financiero y el riesgo moral) que lo hacen susceptible de sufrir continuas crisis que, de una manera o de otra, terminamos pagando entre todos. En esta carta trataremos de explicar qué ha sucedido, por qué ha sucedido y qué tipo de negocios financieros forman parte de nuestras carteras.

Adicionalmente, como es habitual, comentaremos los movimientos más significativos que se han producido en nuestros fondos. Entre otros, podemos destacar que en Horos Value Internacional hemos vendido nuestra posición en la compañía de servicios de datos para la industria del petróleo y del gas **TGS**, en la empresa productora de gas y petróleo **Spartan Delta** (tras vender gran parte de sus activos a Crescent Point Energy), en el holding financiero **MBIA** y en la compañía de aviación y defensa **Dassault Aviation**, al encontrar otras alternativas más atractivas en estos momentos. A su vez, hemos invertido en el operador de cadenas de restaurantes multimarca **AmRest Holdings**, en la compañía de ensayos, inspección y certificación **Applus Services**, en la empresa de ingeniería y explotación de concesiones eólicas y de transmisión eléctrica **Elecnor** y, por último, en el vehículo inversor, gestionado por Bill Ackman, **Pershing Square Holdings**. Por su parte, en Horos Value Iberia hemos desinvertido la totalidad de nuestra posición en **Vidrala** y **Altia Consultores** (tras casi diez años invertidos en la compañía de consultoría gallega) y hemos entrado en **AmRest Holdings**.

## La inevitable falla

*No podemos subir los tipos de interés así de rápido, sin sufrir graves consecuencias.*

— Kyle Bass

**Todo ciclo de subidas de tipos de interés termina rompiendo algo.** Sin duda, esta es la sentencia que, a lo largo de las últimas semanas, más se ha repetido por parte de la comunidad inversora y de los medios financieros especializados. Sin embargo, no por ello deja de ser menos cierta. Como ejemplos más paradigmáticos de esto, nos encontramos con el pinchazo de la burbuja de las puntocom a inicios de la primera década de este siglo, con su posterior periodo recesivo en varias economías occidentales, o el de la gran burbuja inmobiliaria global que desencadenó, como sabemos, una de las mayores crisis financieras que se recuerda (por algo se terminó conociendo como la Gran Recesión). En ambos casos, se cumplió también la norma no escrita de que todo periodo de alzas de tipos finaliza, precisamente, cuando se produce alguna fractura en los mercados financieros, ante el temor de que sus consecuencias sean aún más nefastas si no se revierte la restrictiva política monetaria del momento.

Para entender este proceso podemos hacer, si me lo permiten, un símil con la geología. En concreto, la litosfera (capa más sólida del planeta Tierra) se encuentra dividida en distintos segmentos denominados placas tectónicas. Estas placas flotan sobre otra capa "plástica" denominada astenosfera, desplazándose sobre ella por los efectos de las corrientes de convección (distintas temperaturas). Cuando las placas tectónicas se mueven, generan presiones en la litosfera al "chocar" unas contra otras. En muchas ocasiones, esta presión que se acumula termina liberándose en forma de fractura o falla en la superficie terrestre. Pues bien, es fácil ver cómo el ciclo de subidas de tipos de interés puede asemejarse a ese movimiento de placas tectónicas que van generando más y más presión en el sistema financiero, hasta que, finalmente, el mercado (la litosfera) se rompe por algún lugar (falla). Sin embargo, la semejanza no termina aquí. Habitualmente, las fallas geológicas desencadenan terremotos, con las terribles consecuencias que todos conocemos cuando son de mayor severidad. Esta última parte es, precisamente, la que pretenden siempre evitar los bancos centrales cuando dan un giro a su política monetaria, ya que, **de mantener esa presión en el mercado, el potencial terremoto puede devenir en crisis financiera y económica.**

¿Por qué comento esto? Porque es muy probable que, en este primer trimestre de 2023, hayamos alcanzado ese punto de presión máxima donde se haya fracturado algo en el mercado. Si en 2022, la histórica (por su celeridad) subida de tipos de

interés había sido el principal detonante de las abultadas caídas sufridas por la gran mayoría de los activos, en este nuevo año nos estamos enfrentando a sus peligrosos e impredecibles efectos de segundo orden. Efectivamente, la rápida y fuerte subida de tipos de interés de los bancos centrales (especialmente, de la Reserva Federal) como respuesta a la elevada inflación que, en gran parte, ellos mismos alimentaron en contubernio con los estímulos fiscales de los gobiernos de medio mundo, como respuesta al parón económico de la pandemia, ha resquebrajado el sistema bancario global como hacía tiempo que no se recordaba.<sup>2</sup> Las grandes dudas ahora mismo son, obviamente, si esta subida de tipos de interés ha llegado a su fin, si la falla terminará formando un terremoto y, de producirse, cuál será su alcance destructivo.

## La (otra) falla de Silicon Valley

*El Silicon Valley Bank incurrió en uno de los errores más elementales de la banca: endeudarse a corto plazo e invertir a largo plazo.*

— Lawrence H. Summers

Aunque *a posteriori*, como habitualmente sucede en los mercados financieros, la causalidad de los eventos parece siempre muy evidente, la realidad es que muy poca gente supo prever la quiebra de uno de los bancos más emblemáticos de Silicon Valley: el **Silicon Valley Bank**. Esta entidad se constituyó hace cuarenta años con el objetivo de centrarse en dar servicios de financiación a entidades de reciente creación (como *start-ups*) y vehículos que invierten en ellas (*venture capital* y *private equity*), así como ofrecer servicios de banca privada a grandes patrimonios de Silicon Valley. Hablamos, por tanto, de un banco especializado en un particular nicho de este sector y que, hasta hace poco, se situaba entre los veinte de mayor tamaño en términos de activos de Estados Unidos. Para lograr este hito, el **Silicon Valley Bank** supo beneficiarse del gran impulso de la inversión en compañías tecnológicas (incluyendo criptoactivos) en los últimos años, como demuestra que los depósitos de sus clientes alcanzasen un valor de c. \$190B en 2021, cuando en 2018 su cifra era casi cuatro veces inferior. Sin embargo, **este gran crecimiento escondía la semilla de la posterior destrucción del emblemático banco**. Por un lado, la entidad, ante la incapacidad para hacer crecer la cartera de préstamos al ritmo al que captaba depósitos, invirtió el "exceso" de financiación en activos financieros (en especial, titulizaciones hipotecarias o MBS, respaldadas por el gobierno), hasta tal punto que, a cierre de 2022, las inversión en valores representaba un 44% de su activo, superando con creces el c. 27% que suponían sus préstamos (su teórico

---

<sup>2</sup> Rallo, J.R. (13 de enero de 2023). Los estímulos provocaron el grueso de la inflación en EEUU. *El Confidencial*.

negocio).<sup>3</sup> Por otro, su apalancamiento financiero se incrementó un 70% en el periodo, hasta alcanzar su activo un tamaño 17 veces superior al de sus fondos propios a cierre de 2022. Con todo, hasta aquí, más allá de una posible exuberancia en el mercado tecnológico que pudiera estar detrás de su elevado crecimiento de activos, nada parecía presagiar lo que estaba por venir. Pensemos que la ratio de apalancamiento de muchas entidades bancarias se sitúa en niveles similares, con lo que tampoco hablamos de una cifra que demostrase un mayor riesgo específico de este banco. Además, la cartera de activos era de muy elevada calidad, con lo que no estaban asumiendo un riesgo de crédito con sus inversiones.

No obstante, la catástrofe se produjo prácticamente de un día para otro. Así, el pasado 8 de marzo el **Silicon Valley Bank** anunció pérdidas *realizadas* en su cartera de renta fija de casi \$2B, además de la intención de ampliar capital por \$2,25B para hacer frente al impacto de este agujero en su capital.<sup>4</sup> Antes de proseguir, es importante destacar que una entidad financiera que clasifique sus inversiones como activos mantenidos hasta vencimiento no tiene que contabilizar a mercado su valoración, es decir, no tiene en cuenta si esta cartera en ese momento está generando beneficios o pérdidas. ¿Por qué esto es relevante? Porque el **Silicon Valley Bank** contabilizaba alrededor de \$91B de sus \$120B de inversiones como activos mantenidos hasta vencimiento y, por tanto, salvo que los vendiera, no impactaría su comportamiento en su cuenta de resultados o en su balance. Una vez aclarado este aspecto, dos preguntas subyacen al anuncio de pérdidas y ampliación de capital del banco. En primer lugar, ¿por qué su cartera de renta fija sufrió esa caída en su valoración? La respuesta ya la analizamos en detalle en nuestra anterior carta trimestral (ver [aquí](#)). Sencillamente, la subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal llevó aparejada una caída no vista en décadas en los activos de renta fija. En el caso del **Silicon Valley Bank**, el valor de mercado de sus inversiones mantenidas hasta vencimiento era muy inferior a los \$91B contabilizados en su balance. En concreto, su valor era de algo más de \$76B. Por tanto, su activo reflejaba (correctamente, según las normas de contabilidad) un valor en las inversiones \$15B superior al de mercado. Una cifra que, por otro lado, se comparaba con unos fondos propios de algo más de \$16B. Es decir, en el improbable caso en el que **Silicon Valley Bank** tuviese que vender sus inversiones contabilizadas como activos mantenidos hasta vencimiento, tendría que sufrir unas pérdidas que volatilizarían casi la totalidad del patrimonio neto del banco. Un escenario improbable, pero ¿no imposible?

De hecho, mucho más interesante resulta la siguiente cuestión: ¿por qué ejecutó el **Silicon Valley Bank** estas ventas realizando así las pérdidas en parte de su cartera

<sup>3</sup> Kinder, T., McCrum, D., Gara, A. y Franklin, J. (22 de febrero de 2023). Silicon Valley Bank profit squeeze in tech downturn attracts short sellers. *Financial Times*.

<sup>4</sup> Franklin, J. y Gara, A. (9 de marzo de 2023). Silicon Valley Bank launches \$2.25bn share sale to shore up capital base. *Financial Times*.

y no esperó a que estas inversiones llegasen a su vencimiento? Si su intención era no venderlas, ¿por qué ese giro de 180 grados y, en especial, cuando iba a anotarse tamañas pérdidas? Muy sencillo, porque la desconfianza en el mercado y la pérdida de acreedores, es decir, de sus depositantes, ya se había hecho palpable mucho antes de este comunicado. Por un lado, la cotización del banco se había desmoronado alrededor de un - 65% desde finales de 2021 hasta antes de este anuncio, por lo que era evidente que la comunidad inversora empezaba a preocuparse por el deterioro en su posición de liquidez (entendida, en este caso, como empeoramiento del activo disponible para hacer frente a los pasivos). Por otro, la entidad comenzó a tener una importante pérdida de depósitos que, no lo olvidemos, son los pasivos que estaban financiando sus préstamos e inversiones. La mala evolución de los negocios de sus clientes (entre los que recuerdo que se encontraban empresas vinculadas al sector de los criptoactivos), mejores alternativas de inversión o, quizás, cierta desconfianza, podrían ser algunos motivos detrás de esta salida. Sea como fuere, el banco vio cómo sus depósitos caían en \$16B de un año para otro, lo que le obligó a solicitar financiación (mucho más cara) por \$15B al Federal Loan Home Bank, a cambió de dejar como prenda un colateral tres veces superior a lo solicitado.<sup>5</sup> Una muestra, muy clara, de la gravedad de la salida de depósitos que estaba viviendo ya en 2022 y que **se constata insostenible cuando la entidad se ve forzada a vender inversiones mantenidas hasta vencimiento con importantes pérdidas.**

Como el miedo es libre, pronto cundió el pánico, como demuestra el desplome del - 60% que sufrió la cotización del **Silicon Valley Bank** el 9 de marzo, haciendo imposible su deseada (y necesaria) ampliación de capital. El 10 de marzo (¡un solo día después!) se consumó el fin de la entidad, tras su cierre ordenado por la Federal Deposit Insurance Corporation (el regulador bancario estadounidense) ante la masiva solicitud de devolución de depósitos (\$42B o un cuarto del total) por parte de sus clientes ese mismo día.<sup>6</sup> Creo que el siguiente comentario de James Gorman, consejero delegado de Morgan Stanley, refleja muy bien lo histórico de esta estampida de depositantes:

*Con el clic de un iPhone, \$42B salieron de un banco en un solo día. Como muestra de su magnitud, en la crisis financiera de 2008 un banco (Lehman Brothers) perdió \$17B en una semana, así que la tasa de reembolsos fue veinte veces superior a la de entonces.<sup>7</sup>*

---

<sup>5</sup> Weil, J. (10 de marzo de 2023). SVB Tapped Home Loan Bank for \$15 Billion in Funding at End of 2022. *The Wall Street Journal*.

<sup>6</sup> FT Reporters (11 de marzo de 2023). Silicon Valley Bank shut down by US banking regulators. *Financial Times*.

<sup>7</sup> Declaraciones de James Gorman, CEO de Morgan Stanley, recogidas por la cuenta de Twitter @TheTranscript\_

Pero ¿por qué acudió (o, más bien, solicitó de manera online) tanta gente a retirar sus depósitos en masa? Porque, al igual que sucede en países como España, la Federal Deposit Insurance Corporation no garantiza el total de los depósitos de un banco cuando superan cierto límite. En el caso de Estados Unidos, la cobertura alcanza, como máximo, \$250.000 por depósito y, en el caso del **Silicon Valley Bank**, el 94% de sus depósitos superaban este importe. No perdamos de vista que esta entidad ofrecía sus servicios a empresas, fondos de inversión y grandes patrimonios. Como ejemplo, la plataforma de TV **Roku** contaba con cerca de \$500 millones depositados en este banco.<sup>8</sup> Por tanto, si se materializaba su suspensión de pagos, prácticamente ninguno de sus depositantes iba a recuperar su dinero. Como no puede ser de otra manera, la comunidad inversora y los depositantes no tardaron en preguntarse si había otras entidades bancarias en la misma situación que el **Silicon Valley Bank** y, haciendo patente la fragilidad del modelo bancario, el contagio devino inevitable.

## Los primeros temblores

*La (falta de) liquidez te mata rápido.*

— Perry G. Mehrling

Pronto se demostró que el agujero "escondido" en el balance del **Silicon Valley Bank** también era extensible a otras entidades del sector bancario estadounidense. Según los datos de la Federal Deposit Insurance Corporation, la banca americana se sentaba al cierre de 2022 sobre unas pérdidas latentes en sus inversiones de unos \$620B.<sup>9</sup> Por tanto, el riesgo de que se produjera otro caso como el del banco californiano era real y el mercado no tardó en evidenciarlo. Otras entidades regionales como el **Signature Bank**, el **First Republic Bank**, el **Western Alliance Bancorp** o el **PacWest Bancorp** comenzaron a desplomarse en bolsa. Ese mismo fin de semana, el Tesoro y la Reserva Federal de Estados Unidos realizaron un comunicado conjunto exponiendo distintas medidas para intentar detener el temido terremoto.

Así, el Tesoro anunció un rescate parcial del **Silicon Valley Bank**. En concreto, comunicó que garantizaría todos los depósitos del banco, independientemente de su cuantía, aunque los accionistas y bonistas de la entidad correrían peor suerte, ya

---

<sup>8</sup> (14 de marzo de 2023). SVB, Signature racked up some high rates of uninsured deposits. *S&P Global Market Intelligence*.

<sup>9</sup> Federal Deposit Insurance Corporation (última actualización el 29 de marzo de 2023). *Remarks by Chairman Martin J. Gruenberg on Recent Bank Failures and the Federal Regulatory Response before the Committee on Financial Services, United States House of Representatives*.



que perderían todo. El rescate parcial, sin entrar ahora a valorar su razón de ser e implicaciones, buscaba detener el riesgo sistémico y "limpiar" el banco de aquellos pasivos que no fueran depósitos, para posteriormente subastarlo y recuperar el dinero otorgado a los depositantes rescatados (sería finalmente comprado por el **First Citizens Bancshares**).<sup>10</sup> Además, en caso de que ese precio de venta no fuera suficiente, el Tesoro gravaría al resto de entidades bancarias con un tributo especial para hacer frente a este rescate (su posterior implantación no está resultando tan sencilla).<sup>11</sup> Así mismo, el Tesoro anunció que iba a intervenir también el **Signature Bank**, aplicando las mismas condiciones a su rescate que al **Silicon Valley Bank**. ¿Por qué intervino también esta entidad? Según parece, el **Signature Bank** contaba con una exposición importante a entidades relacionadas con criptoactivos, cuya evolución en 2022 situó a muchas de estas empresas en una situación harto delicada (como curiosidad, no hay mucha conformidad sobre los motivos que llevaron al Tesoro a intervenir esta entidad frente a otras en una situación también comprometida y, más aún, después del anuncio por parte de la Reserva Federal que ahora detallaré y al que podría haberse acogido el banco).<sup>12</sup>

Por su parte, la Reserva Federal anunció la creación de un nuevo **Programa de Provisión de Liquidez Bancaria** (BTFP, por sus siglas en inglés) que, entre otros, permite a las entidades bancarias que acudan a él obtener financiación a un año para así hacer frente a las posibles pérdidas de depósitos, a cambio de disponer de un colateral de elevada calidad, como puede ser la renta fija pública o los activos hipotecarios (MBS). Por tanto, los bancos pierden así la urgencia de tener que malvender su cartera de inversiones y evitan el potencial impacto en su capital. No solo eso, este programa cuenta con una particularidad que lo convierte en mucho más atractivo frente a otros esquemas de financiación de la Reserva Federal. Específicamente, la Reserva Federal reconocerá el valor nominal del colateral, en lugar de su valor de mercado. Recordemos que las inversiones de renta fija de los bancos habían sufrido fuertes correcciones por la subida de tipos de interés. Por tanto, esta medida "evapora" estas pérdidas no realizadas y que, en otros programas de la financiación de la Reserva Federal sí se tendrían en cuenta (lo que implicaría necesitar un mayor colateral), como en la ventana de descuento donde, adicionalmente, se puede exigir aplicar una quita sobre el valor de mercado de los activos puestos como colateral.<sup>13</sup>

<sup>10</sup> Ackerman, A. (27 de marzo de 2023). First Citizens Acquires Much of Failed Silicon Valley Bank. *The Wall Street Journal*.

<sup>11</sup> Doherty, K., Levitt, H. y Johnson, K. (29 de marzo de 2023). FDIC Considers Forcing Big Banks to Pay Up After \$23 Billion Hit. *Bloomberg*.

<sup>12</sup> The Editorial Board (17 de marzo de 2023). Signature Bank's Crypto Execution. *The Wall Street Journal*.

<sup>13</sup> Aldekoa, J. (14 de marzo de 2023). ¿Qué es el "Bank Term Funding Program" de la Fed? *Dinero y Banca*.

En resumen, por un lado, el Tesoro anunció el rescate a los depositantes del **Silicon Valley Bank** y del **Signature Bank**, dejando caer a accionistas y bonistas, y, por otro lado, la Reserva Federal lanzó un programa de financiación ventajoso para todo el sistema bancario estadounidense. Sin embargo, la crónica de sucesos no termina aquí. La semana siguiente, tras dejarse su cotización alrededor de un - 80% en pocos días, el **First Republic Bank** recibió un "pequeño" rescate privado por parte de los grandes bancos americanos. En concreto, entidades como **JPMorgan** (algunas fuentes comentan que su CEO, Jamie Dimon, muy respetado por la industria y el regulador, fue llamado por la Secretaria del Tesoro, Janet Yellen, y por el Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, para discutir distintos escenarios), **Bank of America**, **Wells Fargo** o **Citigroup**, por citar las que más aportaron, se asociaron para inyectar \$30B en depósitos al banco regional californiano.<sup>14</sup> Dos preguntas razonables que uno podría hacerse sobre lo que acabo de comentar es, por un lado, por qué este banco siguió sufriendo en bolsa de manera tan relevante tras las medidas del Tesoro y de la Reserva Federal y, por otro lado, por qué el rescate se realizó desde el sector privado.

Sobre la primera pregunta, hablamos nuevamente de un banco regional californiano de carácter especializado. En este caso, el **First Republic Bank** ofrece sus servicios a grandes patrimonios de su región, lo que puede hacerlo más proclive a sufrir movimientos de rebaño entre sus depositantes. Además, al igual que sucedía con el **Silicon Valley Bank**, al tratarse de grandes patrimonios, el grueso de sus depósitos superaba el límite cubierto por la Federal Deposit Insurance Corporation. Por tanto, el temor a la fuga de depósitos en un contexto de gran desconfianza hacia estas entidades pudo ser lo que desencadenó este rescate. En cuanto a la segunda cuestión, no sé si llegarán a hacerse públicos los verdaderos motivos para un rescate privado. Sin embargo, resulta muy claro que los bancos grandes no están siendo tratados de igual manera que los bancos regionales y eso está favoreciendo una dinámica perversa y difícil de controlar. Efectivamente, la consideración oficial de los seis grandes bancos americanos como demasiado grandes, por su riesgo sistémico, para dejarlos caer (el famoso "**too big to fail**" acuñado durante la Gran Recesión), hace que sean percibidos como los más seguros de Estados Unidos por sus depositantes ya que, en el fondo, su rescate estaría implícitamente garantizado por el contribuyente americano.<sup>15</sup> Por este motivo, gran parte de este flujo de depósitos que sale de los bancos regionales, donde los depósitos están cubiertos hasta los \$250.000, ha ido parar a las grandes entidades.<sup>16</sup> Desde luego, tampoco ayudaron las declaraciones vertidas por Janet

<sup>14</sup> Masters, B., Aliqj, O. y Politi, J. (17 de marzo de 2023). The 'three Js' who put together a rescue deal for First Republic. *Financial Times*.

<sup>15</sup> Peck, E. (23 de marzo de 2023). How "too big to fail" banks became a symbol of safety. *Axios Markets*.

<sup>16</sup> Levitt, H., Doherty, K. y Surane, J. (14 de marzo de 2023). Too-Big-to-Fail Lenders Rake In Deposits After Three Banks Fail. *Bloomberg*.

Yellen el 17 de marzo, diciendo que solo se garantizarían los depósitos de un banco por encima de esos \$250.000, cuando no hacerlo signifique incurrir en "riesgo sistémico" y acarree "consecuencias financieras y económicas significativas".<sup>17</sup>

Por último, para terminar con este apartado, me gustaría destacar que la salida de depósitos que está viviendo el sector bancario americano (y también entidades fuera de sus fronteras) no es solo fruto de un súbito pánico desencadenado por la caída del **Silicon Valley Bank**. Existe también otro factor de carácter estructural que está generando lo que algunos han denominado la *marcha* bancaria, por su relativa lentitud ("bank walk" en inglés, frente al término clásico de *corrida* bancaria o "bank run"), y que hace referencia al constante goteo de depósitos que buscan cobijo en otras alternativas más rentables de los mercados de capitales, como fondos monetarios o renta fija pública.<sup>18</sup> Obviamente, uno puede decir que, si las entidades bancarias quieren retener esos depósitos, lo único que tienen que hacer es pagar más por esa financiación. El problema radica en que, seguramente, gran parte de su cartera de préstamos y de inversiones ofrezca una exigua rentabilidad, al haberse cerrado en los (muchos) años que el mundo ha convivido con tipos de interés del 0% y, por tanto, financiarse ahora, muy por encima de este nivel, estrecharía enormemente los márgenes de intermediación de su negocio, descapitalizando su balance con el paso del tiempo. Con todo, la presión parece ya insoportable para muchas entidades que empiezan a subir la rentabilidad ofertada por su financiación, para evitar vivir una situación similar a la del **Silicon Valley Bank**.<sup>19</sup>

A esto hay que añadir los mayores requisitos de capital impuestos por Basilea III (como la Ratio de Apalancamiento Suplementaria implantada en Estados Unidos), que dificultan un excesivo crecimiento del balance de los bancos, por lo que tampoco tienen un gran incentivo por retener a toda costa sus depósitos y, en especial, tras un periodo de pandemia en el que se suspendió este requisito de capital para acomodar la inyección de liquidez proveniente de los estímulos y del parón drástico de consumo de la sociedad y que permitió a todas las entidades ver crecer su activo por encima de lo normal.<sup>20</sup> No deja de ser irónico que, precisamente, la política de la Reserva Federal de mantener tipos de interés del 0% durante tanto tiempo, incentivase a las entidades bancarias a invertir a muy largo plazo con rentabilidades minúsculas, pero suficientes para obtener un margen

---

<sup>17</sup> Konish, L. (17 de marzo de 2023). Yellen says uninsured deposits may be at risk in future bank failures. Here's how FDIC coverage works. *CNBC*.

<sup>18</sup> Tran, H. (9 de enero de 2023). Fed reverse repos hit a new record: An unhealthy development. *Atlantic Council*.

<sup>19</sup> Heeb, G. (16 de abril de 2023). Banks Are Finally Facing Pressure to Pay Depositors More. *The Wall Street Journal*.

<sup>20</sup> Gara Afonso, Marco Cipriani, and Gabriele La Spada (Diciembre 2022). Banks' Balance-Sheet Costs, Monetary Policy, and the ON RRP. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1041.

sobre una financiación gratuita, y que, ahora, la fuerte subida de tipos de interés de este banco central esté llevándose por delante a parte de este sector. Al final, como recalca hace unas semanas el economista Juan Ramón Rallo en uno de los vídeos de su popular (y muy recomendable) canal de YouTube:

*Los bancos centrales se están debatiendo ahora entre inflación o destrucción financiera.<sup>21</sup>*

## La réplica llega a Europa

*El valor de un banco reside en su estabilidad y reputación. Cuando los clientes se plantean estas cosas, buscan otras alternativas más seguras, lo que tensiona los ingresos y la posición financiera y de liquidez de Credit Suisse.*

— Patrick Armstrong (inversor que tenía una posición corta en Credit Suisse en 2022)

En un mundo financieramente globalizado, como es el nuestro, resultaba harto complicado que el terremoto bancario estadounidense no terminase, de alguna manera, generando réplicas en el continente europeo. Si bien es cierto que los bancos más tradicionales parecen estar relativamente menos expuestos a los riesgos derivados de tipos de interés, al contar, en términos generales, con una menor exposición a inversiones en activos de renta fija y una base de depositantes más estable, aquellas entidades bancarias más dependientes de la banca de inversión y con una financiación más voluble sí se han visto expuestas a una mayor presión las últimas semanas. Así, el **Credit Suisse**, un banco con orígenes que se remontan a 1856, acabaría sucumbiendo, convirtiéndose en la primera gran víctima bancaria cobrada por el endurecimiento de las políticas monetarias de los bancos centrales.

En honor a la verdad, los problemas del **Credit Suisse** se remontan a mucho antes del actual escenario de tensionamiento del sector financiero. Solo en los tres últimos años, la entidad se ha visto envuelta en escándalos y situaciones de lo más variopintas: dimisión de su consejero delegado por espiar a antiguos empleados, muy polémicas pérdidas multimillonarias de su división de banca de inversión (casos de Greensill Capital o Archegos Capital Management), enormes multas por sobornos en Mozambique, salida precipitada de su siguiente consejero delegado (el portugués Horta-Osório, especialista en dar la vuelta a entidades financieras en problemas) por saltarse las restricciones de la pandemia, fraude en una de sus

<sup>21</sup> Juan Ramón Rallo (12 de marzo de 2023). *¿Quiénes son los principales perjudicados de la quiebra del SVB?* Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=IURO6SToaJs&t>

divisiones en las Bermudas (con suicidio incluido), blanqueo de capitales provenientes del tráfico de drogas y, por último, aunque menos "llamativo", publicaría en febrero de 2023 sus peores resultados desde la crisis financiera de 2008.<sup>22</sup> En un negocio donde la reputación lo es todo, como es el de un banco, esta secuencia de sucesos terminó haciendo mella en la confianza de sus acreedores. Para muestra un botón: solo en el cuarto trimestre de 2022, es decir, varias semanas antes de los sucesos del **Silicon Valley Bank**, **Credit Suisse** vio como "desaparecían" el 37% de sus depósitos.<sup>23</sup>

No obstante, el detonante final del colapso del banco se produjo, casualidad del destino, el 9 de marzo, precisamente el mismo día que la Federal Deposit Insurance Corporation intervino al **Silicon Valley Bank**, cuando el regulador del mercado de valores americano (la SEC, el equivalente a nuestra CNMV) detuvo la publicación del informe anual de resultados de la entidad por discrepancias sobre la contabilidad de su actividad de endeudamiento y préstamos de valores. El 14 de marzo **Credit Suisse** publicaría finalmente sus resultados, pero admitiendo un fallo significativo en sus procedimientos de contabilidad y de elaboración de cuentas. La puntilla final se produciría el 15 de marzo, cuando en una entrevista para Bloomberg TV, el Banco Nacional Saudí (principal accionista de la entidad) comentó que no acudiría a una potencial nueva ampliación de capital del banco suizo. Ese día, sus acciones se dejarían el 25% de su valor. El 16 de marzo intervino el Banco Nacional Suizo (banco central del país) en un último intento de salvar a la entidad, otorgándole una línea de financiación de hasta 50.000 millones de francos suizos.<sup>24</sup> Su cotización recuperaría gran parte del terreno perdido el día anterior, pero poco duraría la alegría. Un día después, se filtró que **Credit Suisse** seguía sin contener la hemorragia de depósitos, pese a la intervención del banco central. Finalmente, no sin polémicas (como no podía ser de otra manera a tenor del historial de esta entidad) y con importante apoyo proveniente del Banco Nacional Suizo y del Estado de ese país, el 19 de marzo **UBS**, el otro banco histórico del país helvético, acordaría comprar **Credit Suisse**.<sup>25</sup>

Al igual que sucedió con el **Silicon Valley Bank**, los temores a un contagio europeo fueron muy evidentes durante esas semanas. Otras entidades percibidas por el mercado como (relativamente) similares a **Credit Suisse**, como algunos bancos franceses y alemanes y, en especial, el **Deutsche Bank**, comenzaron a sufrir grandes correcciones bursátiles. Como era previsible, los bancos centrales más importantes

<sup>22</sup> Englundh, J. (21 de marzo de 2023). Credit Suisse's Demise: A Timeline of Scandal and Failures. *Morningstar*.

<sup>23</sup> Balezou, M. (15 de marzo de 2023). Credit Suisse Is No More. What Went Wrong? *Bloomberg*.

<sup>24</sup> Franklin, J., Walker, O. y Noonan, L. (16 de marzo de 2023). Credit Suisse shares rally after \$54bn lifeline from Swiss central bank. *Financial Times*.

<sup>25</sup> Massoudi, A., Moriss, S., Fontanella-Khan, J., Noonan, L., Walker, O. y Jones, S. (19 de marzo de 2023). UBS agrees \$3.25bn rescue deal for rival Credit Suisse. *Financial Times*.

(la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Japón y el Banco de Canadá) anunciaron una acción coordinada para inyectar liquidez en dólares en el sistema financiero, con el fin de detener la hemorragia.<sup>26</sup> Por ahora, la sangre no ha llegado al río y, desde luego, no vamos a ser nosotros los que digamos si habrá mayores cadáveres en este terremoto financiero que estamos viviendo desde primeros de marzo. Tampoco vamos a tratar de predecir si los bancos centrales van a detener su ciclo de subidas de tipos de interés, como parecen descontar los mercados, o si las economías van a sufrir una fuerte recesión. Seguimos convencidos, como siempre, de que **ser fieles a nuestro proceso de inversión es la mejor arma para hacer frente a cualquier escenario que se nos presente a futuro.**

Para terminar, antes de comentar las principales novedades de nuestras carteras en el trimestre, me gustaría dedicar los dos próximos apartados a recalcar cuáles son los verdaderos problemas del negocio bancario y cómo se diferencian estas entidades de nuestras inversiones en compañías con negocios financieros.

## La gran falla en ciernes

*Todos los bancos financian una posición en activos ilíquidos emitiendo pasivos líquidos.*

— Daniel H. Neilson

Desde luego, revisando lo que se ha expuesto hasta ahora, uno podría llegar a la comprensible conclusión de que la política monetaria de la Reserva Federal ha sido el detonante de la actual crisis bancaria, primero por mantener los tipos de interés tan bajos durante tanto tiempo y, segundo, por realizar un alza tan acusada y vertiginosa. Sin embargo, aunque hay parte de cierto en esto, existen otros **problemas estructurales y endógenos al modelo del negocio bancario que lo convierte en proclive a estas periódicas crisis de liquidez y de solvencia.** En concreto, me gustaría destacar los tres que considero más fundamentales: el descalce de plazos, el apalancamiento financiero y el riesgo moral.

El **descalce de plazos**, como tuvimos la oportunidad de explicar en nuestra carta trimestral dedicada a profundizar sobre las causas de los ciclos económicos (ver **aquí**), consiste en mantener una estructura de balance en la que los vencimientos de los activos difieren de los de los pasivos. En concreto, los activos acostumbran a tener unos vencimientos muy superiores a los de los pasivos. ¿Por qué los bancos

<sup>26</sup> Cox, J. (19 de marzo de 2023). Fed, other central banks set joint liquidity operation. *CNBC*.

operan con este descalce? Muy sencillo, porque es mucho más rentable. Generalmente, salvo situaciones de mercado atípicas, financiarse a largo plazo siempre será más costoso que financiarse a corto plazo, ya que el tipo de interés refleja, entre otros, la preferencia temporal de los agentes económicos, su aversión al riesgo o sus perspectivas de inflación. Por tanto, lo que hace un banco, en esencia, es obtener un margen de intermediación por financiarse a corto plazo a un coste inferior a la rentabilidad que obtiene por prestar dinero a largo plazo o, dicho de otra manera, por **arbitrar la curva de tipos de interés**.

El problema de este descalce de plazos es que, como hemos tenido la oportunidad de explicar a lo largo del presente documento, puede resultar insostenible. **Los activos**, al tener vencimientos de más largo plazo, **son mucho más ilíquidos que los pasivos bancarios**. Pensemos en una hipoteca a treinta años que se financia con depósitos a la vista. Mientras el cliente mantenga su depósito en el banco, la entidad no sufriría ningún problema de liquidez por operar con este descalce de plazos tan abultado (treinta años de vencimiento del activo frente a depósitos que pueden exigir ser pagados mañana). No obstante, si se produce algún detonante que incentive a la salida de depósitos, la crisis de liquidez está garantizada, ya que el banco no podrá devolver esos depósitos con una hipoteca que no cobrará, íntegramente, hasta que pasen los treinta años. Por eso cayeron el **Silicon Valley Bank** y el resto de las entidades bancarias que hemos comentado, porque sus pasivos vencían en el corto plazo y sus activos en el largo plazo. Cuando los depósitos empezaron a salir de estas entidades, tuvieron que hacer uso de activos ilíquidos, vendiéndolos con descuento a los precios de mercado del momento y generando un agujero irrecuperable en su balance. Esto nos lleva, precisamente, al segundo problema estructural del negocio bancario: su **apalancamiento financiero**.

En efecto, no es solo que las entidades bancarias operen con un modelo de intermediación financiera insostenible, es que la rentabilidad que consiguen con esa intermediación es tan exigua que necesitan endeudarse (apalancarse) más que ningún otro negocio para conseguir unos retornos atractivos para sus accionistas. La banca española cotizada, sin ir más lejos, obtiene un rendimiento sobre sus activos que ha oscilado en promedio los últimos años, según datos de Bloomberg, entre un 0,3% y un 0,5%.<sup>27</sup> Esto hace que, **para poder elevar esta rentabilidad, tengan que apalancar su balance, incrementando enormemente el tamaño de su activo en relación con sus fondos propios** (es decir, financiando ese incremento de activo con dinero de terceros, en vez de con capital propio). ¿Cuánto? Hasta niveles en los que, en algunos casos, los activos de los bancos pueden suponer 20 veces sus fondos propios. Con esa palanca de 20 veces, la rentabilidad para los accionistas

---

<sup>27</sup> El rendimiento sobre activos o ROA (del inglés, *Return on Assets*) se calcula, en su manera más sencilla, dividiendo el beneficio generado por un negocio entre sus activos.

(rendimiento sobre fondos propios) puede alcanzar un doble dígito bajo.<sup>28</sup> Sin duda, un nivel más atractivo que la paupérrima rentabilidad conseguida sin este apalancamiento. ¿El problema de este desmedido endeudamiento? Básicamente, que una pequeña pérdida o deterioro en tu activo suponga un gran parte de tus fondos propios o, en los casos más dramáticos, incluso los supere. Si tomamos el ejemplo de un banco apalancado 20 veces, solo haría falta un pequeño deterioro del 5% en su activo para que se evaporase todo el patrimonio neto de la entidad. Por este motivo, la gestión de riesgos de un banco es tan relevante a largo plazo. Cualquier error puede llevarse por delante a la entidad.

*Como el apalancamiento de 20:1 magnifica los efectos de las fortalezas y debilidades de la gestión, no tenemos interés en comprar acciones de bancos mal gestionados a precios "baratos". En lugar de eso, nuestro único interés está en comprar bancos bien gestionados a precios justos.<sup>29</sup>*

Por último, nos queda el tercero de los problemas estructurales del sector bancario: el **riesgo moral**. En cualquier otro sector, una entidad que incurriese en los riesgos de liquidez y de endeudamiento que asume el sector bancario terminaría, en algún momento, quebrando. Esa quiebra implicaría la pérdida del capital invertido de sus accionistas y acreedores. Sin embargo, el sector bancario no se rige por las reglas del común de los mortales, como ya hemos podido comprobar, y goza de unos privilegios que condicionan todo. Por un lado, el banco central actúa como prestamista de última instancia, otorgando una financiación a los bancos que, de otra manera, no podrían conseguir en momentos de estrés financiero. Por otro lado, los estados (o, dicho de otro modo, el contribuyente) garantiza los depósitos hasta cierto límite o, incluso, en su totalidad, con lo que los depositantes o acreedores del banco no tienen ninguna necesidad de disciplinar la mala gestión de estas entidades (por ejemplo, moviendo los depósitos a entidades mejor gestionadas y que asuman menor riesgo de inversión o de descalce de plazos). A tenor de esto, **¿qué incentivo tienen los directivos de un banco a incurrir en un menor riesgo de liquidez con su negocio de intermediación o reducir el endeudamiento de su balance?** La entidad genera muchos más beneficios corriendo estos riesgos financieros y, en el hipotético caso de llegar una situación de crisis de liquidez, lo normal es que el banco central y el contribuyente terminen asumiendo la carga de las pérdidas que puedan ocasionar.<sup>30</sup> Un "cara gano, cruz pierdes tú" de manual.

<sup>28</sup> El rendimiento sobre fondos propios o ROE (del inglés, *Return on Equity*) se calcula, en su manera más sencilla, dividiendo el beneficio generado por el negocio entre sus fondos propios.

<sup>29</sup> Carta a los accionistas de Berkshire Hathaway de Warren Buffett en 1990, en la que explica su inversión en el banco Wells Fargo.

<sup>30</sup> McQuillan, L.J. (11 de abril de 2023). FDIC Deposit Insurance, Moral Hazard, and Boom-and-Bust Cycles. *Independent Institute*.



Por todo ello, aunque no descartamos invertir en alguna entidad bancaria en algún momento, nos hemos mantenidos alejados de este sector durante tantos años. Esto no quiere decir que los negocios financieros no sean invertibles. De hecho, cuando están bien gestionados y no asumen estos riesgos, son negocios muy rentables para sus accionistas, como demuestran las entidades presentes en nuestras carteras.

## Hacia tierras más tranquilas

*Al final, la banca es un buen negocio, siempre que no hagas cosas estúpidas.*

— Warren Buffett

Para explicar las bondades de nuestras inversiones en el sector financiero, me gustaría terminar haciendo un rápido repaso a la diferencia entre la gestión de sus negocios, en comparación con los dos riesgos que acabamos de comentar: el descalce de plazos y el (excesivo) apalancamiento financiero de la banca tradicional (obviamente, el riesgo moral aquí no tiene cabida, ya que los privilegios de la banca no se aplican a estas compañías). En concreto, me voy a centrar en los casos más puros de intermediación financiera en los que estamos invertidos: **AerCap**, **ALD Automotive**, **Sun Hung Kai & Co** y **S&U**.<sup>31</sup>

Empecemos por el primero de los problemas estructurales de la banca: el descalce de plazos. Por un lado, nos encontramos con **AerCap** y **ALD Automotive**, dos compañías con negocios muy similares en su esencia. De manera resumida, estas entidades se endeudan para comprar unos activos (aviones y automóviles, respectivamente), alquilarlos durante un periodo (en promedio, siete y cuatro años) y venderlos al final de su contrato (en el caso de **AerCap**, la mayor vida útil de sus aviones hace que los contratos sean, habitualmente, renovados a su vencimiento). Si estas compañías operasen como un banco, se endeugarían a plazos muy cortos y tendrían que renovar continuamente esa financiación para evitar caer en un riesgo de liquidez insostenible, en caso de tener que devolver su deuda (sus activos se encuentran alquilados). Sin embargo, como ya hemos visto, operar con ese descalce de plazos sería una receta para el fracaso. De hecho, **Guinness Peat Aviation**, la compañía pionera en el negocio de leasing de aviones en la década de los 70 y 80, terminó quebrando (entre otros), por recurrir en exceso a una financiación de corto plazo.<sup>32</sup> Una lección que nunca olvidaría Aengus Kelly,

<sup>31</sup> Occident (seguros), Alantra Partners (gestión) y Petershill Partners (gestión) cuentan con modelos de negocio, en líneas generales, diferentes a los del sector bancario, por lo que la comparación pierde su sentido.

<sup>32</sup> Brown, C. (25 de septiembre de 2009). *Crash Landing: An Inside Account of the Fall of GPA*. Gill & Macmillan Ltd.

consejero delegado de **AerCap** y la persona que heredó los activos que nadie quería de **Guinnes Peat Aviation** tras su venta a **GECAS** en 1996 (ironías del destino, Kelly terminaría comprando **GECAS** hace dos años):

*No puedes gestionar este negocio con una estructura de pasivos de corto plazo o con un balance que no es conservador.<sup>33</sup>*

Por este motivo, **AerCap** cuenta con un vencimiento promedio ponderado en su deuda de diecisiete años. Por su parte, **ALD Automotive** no asume riesgos de descalce de plazos, ya que su política es la de "financiar los activos con una duración idéntica a la del contrato del renting".<sup>34</sup>

En cuanto a **Sun Hung Kai & Co**, compañía de préstamos para el consumo e hipotecas, y de **S&U**, entidad de préstamos para la compra de vehículos de segunda mano y financiación puente para la compra de inmuebles, nos encontramos también con un riesgo asumido residual o nulo de descalce de plazos. En el caso de **Sun Hung Kai & Co**, la compañía financia sus activos de corto plazo (préstamos al consumo) con pasivos de corto plazo (como depósitos bancarios), mientras que se endeuda a largo plazo y utiliza su propio capital para financiar la concesión de préstamos de más largo plazo (hipotecas). Además, es importante destacar que hablamos de una de las tres divisiones de esta compañía, lo que mitiga aún más los potenciales riesgos de este negocio. Por su parte, **S&U** concede préstamos a sus clientes con un vencimiento promedio de cuatro años y medio en el caso de los dirigidos a la adquisición de vehículos de segunda mano y a menos de un año para la financiación puente en la compra de inmuebles. Para financiar estas operaciones, **S&U** cuenta con una deuda que vence, en términos ponderados, en algo menos de cuatro años.

Por tanto, es fácil ver que ninguna de las cuatro compañías está asumiendo un riesgo significativo de descalce de plazos en sus operaciones. Pero ¿qué sucede con su riesgo de balance o de apalancamiento financiero? Efectivamente, como no puede ser de otra manera por nuestro estilo de inversión, tampoco destacan estos negocios por necesitar un excesivo endeudamiento para gozar de elevadas rentabilidades. Así, **AerCap** presenta un apalancamiento financiero de poco más de 4 veces, **ALD Automotive** de algo más de 5 veces, la pata de financiación al consumo de **Sun Hung Kai & Co** menos de 2 veces y **S&U** alrededor de las 2 veces. Sin duda, niveles muy alejados de los niveles de cerca de 20 veces que puede presentar una entidad bancaria. Pese a esta menor palanca, estas entidades

---

<sup>33</sup> Hepher, T. y Humphries, C. (10 de marzo de 2021). Hard lessons help AerCap boss Kelly rebuild air finance titan. *Reuters*.

<sup>34</sup> Informe Anual de 2022 de ALD Automotive (página 44).

consiguen obtener rentabilidades sobre sus fondos propios que oscilan entre el 12% y el 18%. En un ejercicio simplista e irreal, si aplicásemos la misma palanca que utilizan los bancos al caso particular de **S&U**, esta rentabilidad podría dispararse por encima del 120%. Sin embargo, ni nosotros ni, por supuesto, la familia Coombs (gestores de la compañía desde hace más de 80 años) estaríamos dispuestos a asumir este tipo de riesgos financieros:

*Tenemos un mantra en la compañía de conseguir un crecimiento estable y sostenible. No nos gusta crecer por crecer. Queremos un crecimiento que sea consistente con nuestro apetito de largo plazo de conseguir buenos retornos sobre el capital empleado y que sea sostenible.<sup>35</sup>*

## Movimientos más destacados

*Algunas personas miran (nuestra cartera) y dicen: “Vaya, estáis cambiando”. Yo respondo que no, no hemos cambiado nada. Son las oportunidades que ofrece el mercado las que han cambiado.*

— Bill Nygren

A continuación, se incluye un resumen con los movimientos más reseñables de las carteras de nuestros fondos:

### HOROS VALUE INTERNACIONAL

#### Reducciones/salidas:

#### MATERIAS PRIMAS (16%)

Posiciones comentadas: Spartan Delta (vendida) y TGS (vendida)

Este trimestre salen de la cartera dos compañías que nos daban exposición al sector del petróleo y del gas. En concreto, hemos vendido **Spartan Delta**, tras la venta que ha realizado del grueso de sus activos del área de Montney a **Crescent Point Energy**. El equipo directivo de **Spartan Delta** ya comunicó hace unos meses que no estaba conforme con la valoración que el mercado hacía de la compañía y que buscaría la mejor alternativa para ponerla en valor. Finalmente, han decidido desprenderse de estos activos a una valoración algo menor a lo que nosotros les otorgábamos y se queda, fundamentalmente, con los de la Deep Basin, que

<sup>35</sup> Graham Neary - Financial and Investment Commentary (23 de noviembre de 2018). Cube Podcast #5: Interview with S&U plc (SUS). Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=AV59FXyNNUO>

requieren menos inversiones y cuentan, por tanto, con un perfil más estable en su generación de caja para los próximos años. Aunque estamos convencidos de que el equipo directivo de **Spartan Delta** continuará haciendo una excelente labor a nivel operativo y de gestión de capital, nuestra aproximación conservadora a este tipo de inversiones hace que prefiramos vender nuestra posición tras este movimiento corporativo, que nos deja con un insuficiente atractivo frente a otras alternativas que hemos incorporado este trimestre a la cartera.

Por su parte, hemos procedido a desinvertir en **TGS** tras su excelente comportamiento los últimos meses y que deja sin suficiente margen de seguridad a la inversión. Sin duda, **TGS** es un claro ejemplo de cómo podemos beneficiarnos de hacer un seguimiento continuado de antiguas inversiones, esperando al mejor momento para reinvertir en ellas. Si incluimos nuestra anterior etapa profesional, esta es la quinta vez que invertimos en ella, aprovechando momentos bajos de ciclo en la industria en la que opera. En todas las ocasiones hemos conseguido importantes rentabilidades. ¡Ojalá haya una sexta vez!

#### OTROS

Posiciones comentadas: Naspers (4,1%), Aoyuan Healthy Life (0,6%), Dassault Aviation (vendida) y MBIA (vendida)

Comencemos comentando las compañías que salen del fondo. Hemos vendido la totalidad de nuestra posición en la empresa de aviación y defensa **Dassault Aviation**, tras su buen comportamiento relativo en el periodo. Similar es el caso de **MBIA**, donde el anuncio de la contratación de Barclays para buscar las mejores alternativas de creación de valor para sus accionistas (incluyendo la propia venta de la entidad), contribuyó a su buen comportamiento bursátil en el periodo. Al igual que sucede con **TGS**, **MBIA** es un ejemplo de inversión en la que hemos entrado y salido en varias ocasiones, generando siempre una rentabilidad muy satisfactoria para Horos Value Internacional.

Por otro lado, hemos reducido nuestra inversión en **Naspers** tras anotarse más de un 40% de revalorización en el último trimestre del año. Pese a ello, seguimos manteniendo una posición muy relevante en el holding sudafricano dueño de una importante participación en el gigante tecnológico chino **Tencent Holdings** ("Tencent"). ¿Los motivos? Nuestras positivas perspectivas para el negocio de **Tencent**, la posibilidad de adquirir ese negocio con descuento a través de **Naspers** y, no menos importante, la acertadísima gestión de capital actual de **Naspers**, que está generando un enorme valor, al vender acciones de **Tencent** para "recomprarlas" con descuento al adquirir con ese dinero acciones de **Naspers**.

Por último, este trimestre hemos reducido el precio al que valoramos la compañía de servicios inmobiliarios china **Aoyuan Healthy Life** (recordemos que lleva meses sin cotizar, a la espera de publicar los informes de resultados pendientes), tras la noticia de que su matriz, la promotora **China Aoyuan**, había vendido más de la mitad de su participación en su filial (un 29,9% del accionariado) a un precio de HK\$1,179 por acción (supone alrededor de un 35% de descuento sobre el promedio de sus últimos cinco días de cotización). En base a esta nueva información de mercado, hemos decidido ajustar nuestra valoración a este precio transaccionado.

### Incrementos/entradas:

#### MATERIAS PRIMAS (16%)

Posiciones comentadas: Mistras Group (4,5%) y Atalaya Mining (2,7%)

Hemos incrementado nuestra inversión en **Mistras Group** en el trimestre ante la evidente recuperación de su negocio este pasado 2022 y las buenas perspectivas de generación de caja que esperamos para 2023 y los siguientes años. La compañía ha continuado reduciendo su endeudamiento y, adicionalmente, ha anunciado importantes medidas para ejecutar un plan de reducción de costes que, sin duda, contribuirá a mejorar la rentabilidad del negocio y su capacidad de generar caja. Pensamos que la compañía está totalmente fuera del radar de la comunidad inversora, tanto por su exposición al sector del petróleo y gas (a los que presta servicios de inspección, ensayos y mantenimiento) como por su reducido tamaño (unos \$150 millones de capitalización bursátil a cierre de 2022), lo que está generando una gran oportunidad de inversión.

Adicionalmente, hemos incrementado nuestra inversión en **Atalaya Mining** en el periodo. Las buenas perspectivas para el precio del cobre, así como las optimistas noticias que la compañía está publicando sobre algunos de los activos que tiene sin desarrollar, nos animan a incrementar nuestra conservadora valoración de este negocio excelentemente dirigido por Alberto Lavandeira.

#### FINANCIERO Y HOLDINGS (30%)

Posiciones comentadas: Pershing Square Holdings (1,9%)

Tras cerca de cinco años fuera de **Pershing Square Holdings** ("Pershing"), en los que se ha revalorizado aproximadamente un 130%, volvemos a retomar nuestra inversión en este vehículo gestionado por Bill Ackman. ¿Por qué hemos reiniciado una posición tras esta importante revalorización? Porque el mercado no está reconociendo el valor generado en el periodo por las inversiones de este vehículo. De hecho, en el momento en el que tomamos esta posición, el descuento sobre NAV con el que cotizaba **Pershing** se situaba en máximos históricos (c. 35%). No vemos sentido a este gran descuento, especialmente tras los excelentes resultados cosechados por Ackman estos años y, además, con una cartera de inversiones en negocios, en general, de elevada calidad y recurrencia en su generación de caja. Obviamente, Ackman tampoco comparte la visión del mercado y está aprovechando el descuento para generar valor mediante la recompra de acciones propias. Por todos estos motivos, y asumiendo una rentabilidad conservadora para sus inversiones los próximos años, pensamos que el atractivo binomio rentabilidad-riesgo de esta inversión justifica su vuelta a nuestra cartera.

#### OTROS

Posiciones comentadas: Applus Services (2,1%), AmRest Holdings (2,0%) y Elecnor (1,4%)

Siempre hemos defendido que la cartera de Horos Value Internacional reflejará siempre las mejores ideas de inversión que encontremos en el mundo y, como también destacamos, eso incluye al mercado español. Un mercado que conocemos muy bien y que, por muchos motivos, se encuentra hoy fuera del foco de la comunidad inversora. Cuando esto sucede suelen generarse grandes oportunidades de inversión (Hong Kong sería un caso aún más extremo). Reflejo de lo que acabo de comentar es la entrada este trimestre de **Applus Services, Elecnor y AmRest Holdings** ("AmRest"). Dado que las dos primeras ya han sido explicadas en otras ocasiones, al estar presentes en Horos Value Iberia, voy a centrarme en la entrada de **AmRest** (en la que también hemos invertido con nuestro fondo ibérico).

**AmRest** es el mayor operador independiente de cadenas de restaurantes multimarca en Europa Central y Oriental. La compañía es, por un lado, franquiciado de marcas de primer nivel como KFC, Pizza Hut, Starbucks y Burger King y, por otro, propietario de marcas como La Tagliatela y Sushi Shop, en las cuales actúa tanto como franquiciador, como operador de restaurantes propios. La compañía pasó por un periodo complicado en 2020 con la expansión de la covid-19, aunque consiguió superarlo sin hacer una ampliación de capital que hubiese sido extraordinariamente dilusiva para sus accionistas. A pesar de la recuperación que ha tenido la compañía en el ejercicio 2021, la invasión de Ucrania por parte de Rusia,

que comenzó como sabemos en febrero de 2022, ha impulsado a **AmRest** a salir de Rusia, cuyo negocio suponía más del 10% de los ingresos y el 12% del EBITDA del total del grupo. Esto, entre otros problemas, ha hecho que la cotización de la empresa haya caído un -30% en el año 2022. Nosotros pensamos que una compañía líder como **AmRest**, gestionada por una familia con una visión de largo plazo, que cuenta con una excelente reputación entre sus franquiciadores y con mucha experiencia en el sector y en los mercados donde opera, generará buenos retornos futuros para los accionistas, sobreponiéndose a los problemas actuales del mercado.

## HOROS VALUE IBERIA

### Reducciones/salidas:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Vidrala (vendida) y Altia Consultores (vendida)

Este trimestre se produce, después de habernos acompañado durante cerca de diez años como inversores, la salida de **Altia Consultores** ("Altia") de nuestra cartera ibérica, compañía en la que invertimos cuando capitalizaba poco más de 20 millones de euros y que, desde entonces, ha multiplicado por casi diez veces su valor. El motivo de la salida es muy sencillo de explicar. Por mucho que nos pese, después de tanto tiempo como accionistas, pensamos que el margen de seguridad ya no justifica mantener nuestra posición en la consultora gallega. Pero ¿qué vimos de especial a este pequeño negocio para invertir en él allá por 2013 y, en especial, para mantenernos como fieles accionistas durante tantos años? Posiblemente, lo que más nos impactó en su momento fue su cultura corporativa. Una seña de identidad del grupo, defendida a capa y espada por Tino Fernández, su presidente y mayor accionista. Aún recuerdo lo mucho que nos impactó la primera reunión con Tino, dando muestras de su franqueza, profesionalidad y continuo foco en la contención de costes, tres atributos esenciales para prosperar como negocio en el competido sector de la consultoría, donde una mala ejecución puede significar perder la reputación y mermar enormemente sus habituales escuetos márgenes.

Con el tiempo, **Altia** nos entusiasmó también por su excelente gestión de capital, adquiriendo negocios a precios siempre atractivos (como la "regalada" compra de Exis o la más complicada, por la situación de la pandemia, adquisición de la portuguesa Noesis) y generando importante valor para sus accionistas. A esta gestión de capital se añadió un extraordinario equipo humano, formado por los más "veteranos" de la compañía, Nacho Cabanas (director económico-financiero y consejero), Fidel Carrasco (director de desarrollo corporativo y consejero) y Moncho

Costa (director de servicios gestionados y consejero), o los más "nuevos", Luis Castro (director financiero de Noesis) y Lola Suárez (desarrollo corporativo). Todos ellos siempre muy profesionales en el trato y dispuestos a dedicarnos su tiempo para ayudarnos a comprender mejor el negocio de la compañía. Este cóctel de alineación de intereses, equipo humano y cultura empresarial inquebrantable explica que hayamos disfrutado de una rentabilidad acumulada de aproximadamente un 1.000%, incluyendo dividendos, en esta inolvidable aventura como inversores. Desde aquí nuestra enorme gratitud a Tino y a su maravilloso equipo.

Por otro lado, hemos desinvertido en el fabricante de envases de vidrio **Vidrala** tras su fuerte recuperación bursátil, muy beneficiada por la expansión de márgenes que vivió su negocio, tras las subidas de precios implantadas a sus clientes y la importante caída de los costes energéticos.

### Incrementos/entradas:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Atalaya Mining (4,1%), AmRest Holdings (3,5%) y Grupo Ecoener (2,4%)

El incremento de peso en **Atalaya Mining** y la entrada en cartera de **AmRest Holdings** responden a los mismos motivos ya expuestos en los movimientos destacados en Horos Value Internacional, por lo que no vamos a repetirlos nuevamente. En cuanto al incremento de peso en el **Grupo Ecoener**, hemos aprovechado la corrección vivida por su cotización en el trimestre, hasta situarla en mínimos históricos, para incrementar nuestra exposición a esta compañía que desarrolla y opera activos de energías renovables, que cotiza hoy a una valoración que no otorga ningún valor a su *pipeline* de proyectos.

### A destacar:

#### OTROS

Posiciones comentadas: Sonaecom (2,4%)

Como ya destacamos en la pasada carta trimestral, **Sonaecom** recibió el 21 de diciembre del pasado año una OPA por parte del holding portugués **Sonae**, que ya controlaba cerca del 90% de esta entidad. También comentamos que el precio ofertado de 2,5 euros por acción estaba muy alejado de una valoración razonable. Por este motivo, decidimos comunicar nuestra disconformidad al regulador



portugués, alegando esto mismo. La buena noticia es que, pasado el plazo de la OPA, **Sonae** no ha conseguido una aceptación suficiente por parte del resto de accionistas, por lo que el movimiento no ha prosperado y tendrá que esperar, al menos doce meses, para poder intentar un nuevo asalto (esperemos que a precios más razonables si se llega a producir una nueva oferta).

## Actualidad

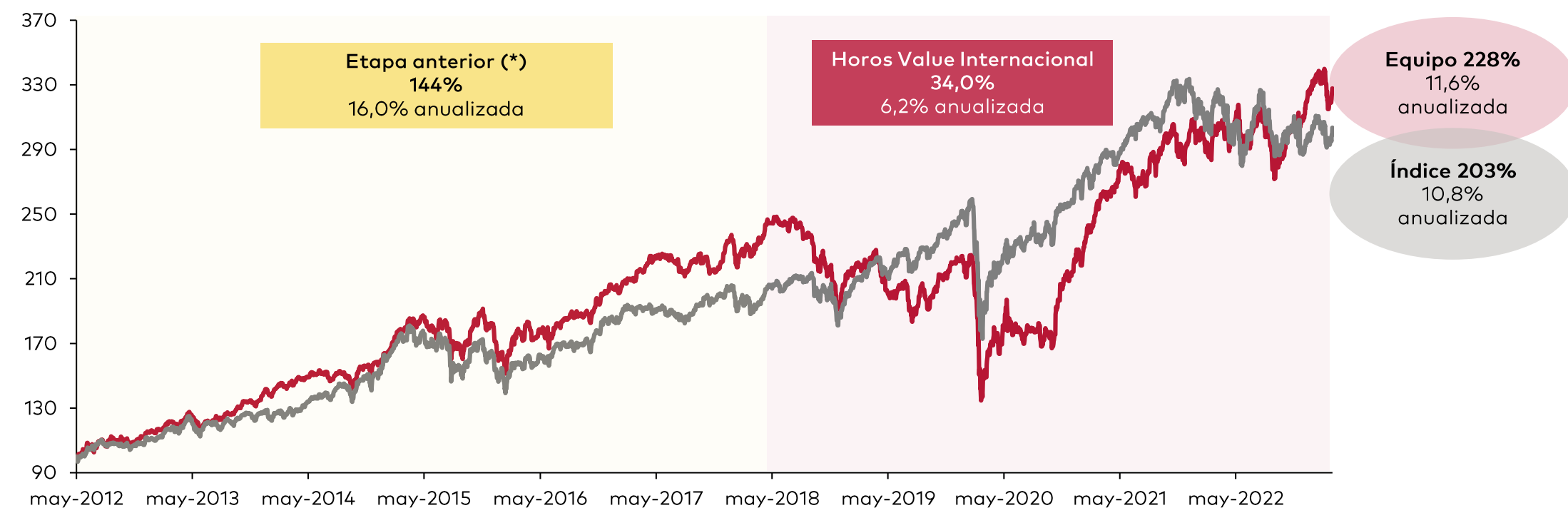
En cuanto a la actualidad de Horos, me gustaría destacar el encuentro digital **"¿Qué oportunidades hay para invertir en renta variable?"** organizado por el periódico Expansión, en el que Alejandro, Miguel y yo respondimos a las preguntas de los participantes (ver [aquí](#)). Así mismo, este trimestre también se celebró el **II Foro de Gestión de la Liga de la Gestión Activa** organizado por periódico elEconomista (ver [aquí](#)), donde tuve el placer de participar junto con Diogo Pimentel (Magallanes Value Investors), Tomás Pintó (Bestinver) y Carlos Val-Carreres (MyInvestor).

Por otro lado, me gustaría comentar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores permitirá, a partir de este 2023, que las gestoras que así lo deseen dejen de publicar las carteras de sus fondos de inversión de manera trimestral y pasen a hacerlo semestralmente. Aunque comprendemos el espíritu y racional de esta modificación, desde Horos hemos decidido primar nuestro objetivo de mantener una máxima transparencia con nuestros co-inversores, ya que, como siempre defendemos, nos parece la mejor manera de que puedan entender cómo invertimos y qué pueden esperar de los productos que gestionamos. Por todo ello, seguiremos publicando nuestras carteras de manera trimestral.

Por último, me gustaría dar las gracias a Laura Ruiz por estos años en los que ha formado parte de la familia Horos. Nuestros mejores deseos para esta nueva etapa de su vida.

# Rentabilidades

## Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia internacional**



Los datos engloban el periodo 31 de mayo de 2012 a 31 de marzo de 2023.

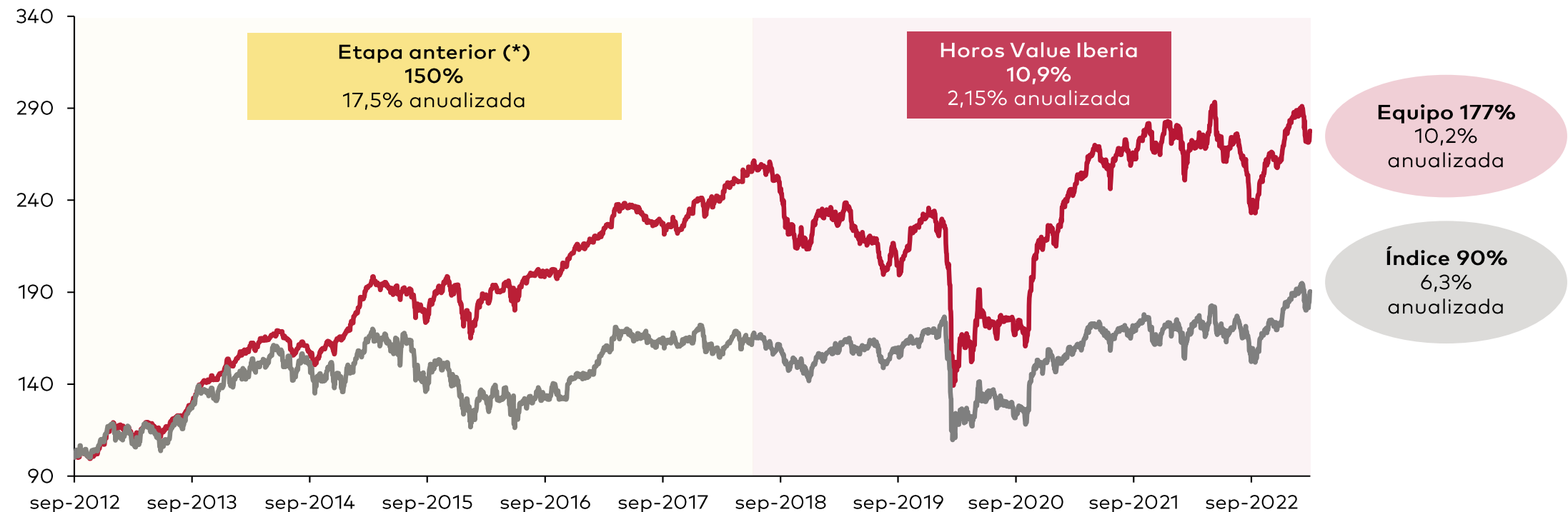
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de mayo de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web:

[www.horosam.com](http://www.horosam.com)

# Rentabilidades

## Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia ibérica**



Los datos engloban el periodo 30 de septiembre de 2012 a 31 de marzo de 2023.

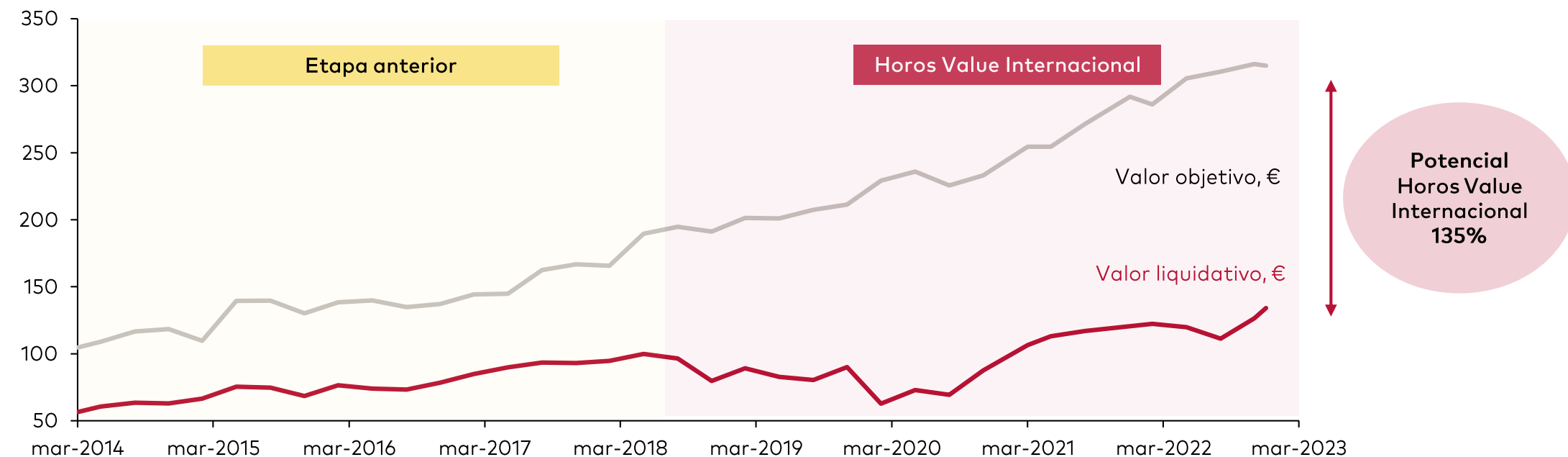
Las rentabilidades "etapa anterior" corresponden a las obtenidas por el equipo gestor de Horos en su etapa profesional previa, en la que trabajaban en otra gestora de fondos de inversión diferente. Esta "etapa anterior" engloba el periodo que va desde el 30 de septiembre de 2012, hasta el 22 de mayo de 2018.

Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Las inversiones de los Fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y otros riesgos inherentes a la inversión en valores, por lo que la adquisición del Fondo y los rendimientos obtenidos pueden experimentar variaciones tanto al alza como a la baja y cabe la posibilidad de que un inversor no recupere el importe invertido inicialmente. Las decisiones de inversión o desinversión en el Fondo deberán ser tomadas por el inversor de conformidad con los documentos legales en cada momento, y en especial en base al Reglamento y los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de cada Fondo, acompañado en su caso, de la Memoria anual y el último Informe trimestral. Toda esta información, y cualquier otra más, estará a su disposición en la sede de la Gestora y a través de la página web:

[www.horosam.com](http://www.horosam.com)

# Valor objetivo

## Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



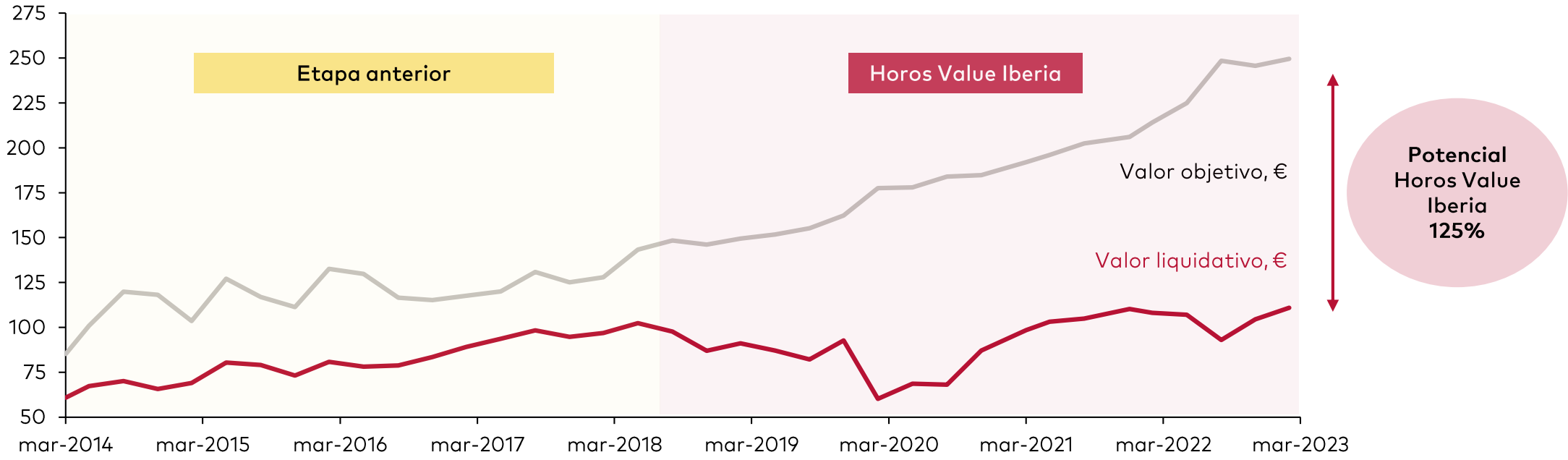
Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de marzo de 2023.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Internacional del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

# Valor objetivo

## Valores objetivos/liquidativos del equipo gestor



Los datos engloban el periodo 31 de marzo de 2014 a 31 de marzo de 2023.

Los datos "etapa anterior" corresponden al periodo en el que equipo gestor de Horos trabajó en otra gestora de fondos de inversión diferente. Para su cálculo se han utilizado las rentabilidades de ese periodo y, como base para la obtención del valor liquidativo simulado de esa etapa, el valor liquidativo de Horos Value Iberia del 23 de mayo de 2018, momento en el que se incorpora al proyecto el equipo gestor.

Para el cálculo del valor objetivo realizamos un estudio individual de cada inversión que compone la cartera. En concreto, realizamos una estimación a tres años del valor de cada compañía en la que invertimos. Para ello, calculamos, de manera conservadora, los flujos de caja futuros que pensamos que va a generar los próximos tres años el negocio, para así poder calcular el valor futuro de la empresa (entendido este como capitalización bursátil ajustado por la posición financiera neta). Posteriormente, con estos datos, estimamos el múltiplo EV/FCF (valor futuro de la empresa dividido por su flujo de caja libre normalizado, es decir, ajustando este último por partidas extraordinarias) al que cotizaría cada compañía. Por último, fruto del análisis cualitativo que realizamos de cada empresa, asignamos un múltiplo de salida a cada inversión (a cuánto pensamos que merece cotizar cada negocio) y lo comparamos con el dato anterior, para estimar el potencial o atractivo de la inversión. En determinadas ocasiones, dada la naturaleza de las inversiones, se utilizarán otros métodos de valoración generalmente aceptados, tales como la suma de partes, descuento de flujos de caja o múltiplo de precio entre valor contable.

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Internacional

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Mistras Group	4,6%	Industrial
Semapa	4,3%	Financiero
Naspers	4,2%	TMT
ALD Automotive	4,2%	Financiero
Aercap Holdings	3,9%	Financiero
Fairfax India	3,8%	Financiero
Catalana Occidente	3,4%	Financiero
Gestamp Automocion	3,2%	Industrial
Sung Hung Kai and Co	3,0%	Financiero
Aperam	2,9%	Materias Primas

**Top 10 posiciones**  
Horos Value Iberia

<b>Posición</b>	<b>Peso</b>	<b>Sector</b>
Semapa	7,0%	Financiero
Horos Value Internacional	6,3%	Financiero
Catalana Occidente	6,1%	Financiero
Iberpapel	5,3%	Industrial
Gestamp	5,2%	Industrial
Merlin Properties	4,7%	Inmobiliario y construcción
Aperam	4,6%	Materias primas
Elecnor	4,4%	Ingeniería
Atalaya Mining	4,1%	Materias primas
Applus	4,0%	Ingeniería